

老板电器 (002508)

市场份额提升是看点

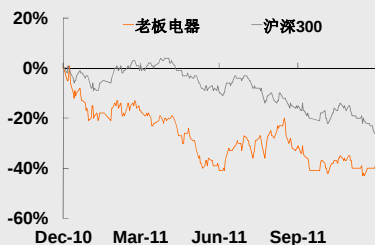
推荐 (维持)

现价: 15.28 元

主要数据

行业	家电
公司网址	http://www.robam.com/
大股东/持股	杭州老板实业集团有限公司/50.38%
实际控制人/持股	任建华/40.59%
总股本(百万股)	256
流通 A 股(百万股)	93
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	41.42
流通 A 股市值(亿元)	15.02
每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	20.8

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

朱政
 投资咨询资格编号
 S1060511010023
 021-33830521
 zhuzheng003@pingan.com.cn

通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 厨房大家电的领导企业

公司产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜以及小家电,其中吸油烟机、燃气灶和消毒柜收入占比超过 90%。公司吸油烟机连续八年全国销量第一,燃气灶连续八年全国销量前三。“老板”品牌先后入选中国 500 最具价值品牌、亚洲品牌 500 强,是国内厨房家电领域的高端品牌。

■ 行业稳定,格局分散

在城镇市场,烟灶消产品属于必需品范畴,城镇市场的普及率已经很高,整体增长比较稳定。城镇需求主要来自于更新需求以及房地产销售带来的新增需求。在农村市场,居民习惯于使用传统的灶台,烟灶消的保有量较低,随着人们生活水平的提高,烟灶消产品在农村市场的普及率也会逐步提升。

厨电行业的年销量已经有上千万台的规模,公司作为业内最大的企业,目前吸油烟机和燃气灶的销量规模仅为 70 万台左右,市场份额不到 10%,而成熟产品空调、冰箱、洗衣机龙头企业的份额一般都能达到 20%-30%,未来厨电行业的集中度提升是必然趋势。

■ 市场份额提升是公司的增长来源

公司的渠道布局还有巨大的潜力可以挖掘。公司一方面继续提升在大连锁的进店率,跟随大连锁在全国的扩张步伐;同时,公司要提升渠道的深度广度,继续加大专卖店的开设力度,今年公司的专卖店数量可以达到 1200 家,明年新增 300-400 家;另外,公司继续开拓新兴的销售渠道,今年精装修收入占比已经达到 9%,网购渠道收入占比达到 6%,这两个渠道明年的收入都有望翻番。

“老板”品牌目前定位高端,而公司在中低端市场基本没有覆盖,长远看,开拓中低端市场是做大规模的必由之路。公司自建的中低端品牌“名气”目前已经运营一段时间,今年预计能有 4000 万的收入,占比 3%,明年公司将加大名气品牌的广告力度,发力中低端市场。

■ 维持“推荐”评级

预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.67 元、0.86 元、1.07 元,对应前日收盘价 PE 为 23 倍、18 倍、14 倍,厨房大家电行业具备整合空间,维持对公司的“推荐”评级。

■ 风险提示: 股东减持、地产调控力度加大

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	934	1,232	1,519	1,889	2,381
YoY(%)	7.8	31.8	23.4	24.3	26.0
净利润(百万元)	82	134	171	221	274
YoY(%)	51.1	64.2	27.4	29.0	24.1
毛利率(%)	55.1	54.6	51.9	52.5	52.2
净利率(%)	8.8	10.9	11.3	11.7	11.5
ROE(%)	19.4	9.8	11.5	12.9	13.8
EPS(摊薄/元)	0.32	0.52	0.67	0.86	1.07
P/E(倍)	47.8	29.1	22.9	17.7	14.3
P/B(倍)	9.3	2.9	2.6	2.3	2.0

正文目录

一、 公司概况.....	4
1.1 厨房大家电的领导企业	4
1.2 营收情况	4
1.3 股权结构	5
二、 行业稳定，格局分散.....	5
2.1 行业稳定增长，地产带来周期波动	5
2.2 龙头增长好于行业	6
三、 市场份额提升是公司增长来源.....	7
3.1 行业具有较大的整合空间	7
3.2 提升渠道的深度和广度	7
3.3 推出第二品牌，开拓中低端市场	9
四、 业绩预测.....	10
4.1 收入成本预测	10
4.2 盈利预测汇总	11

图表目录

图表 1	主营业务收入 单位：百万元.....	4
图表 2	归属于母公司净利润 单位：百万元.....	4
图表 3	业务构成	4
图表 4	毛利率	4
图表 5	上市前公司股权结构	5
图表 6	今年以来，厨房大家电在一二级市场销售放缓	5
图表 7	2011 年 1-10 月各品牌吸油烟机的增长情况 单位：万台、百万元	6
图表 8	2011 年 1-10 月各品牌燃气灶的增长情况 单位：万台、百万元.....	6
图表 9	2011 年 1-10 月各品牌吸油烟机市场份额及销售均价 单位：元.....	7
图表 10	2011 年 1-10 月各品牌燃气灶市场份额及销售均价 单位：元	7
图表 11	公司收入的渠道分布.....	8
图表 12	公司收入的区域分布.....	8
图表 13	公司吸油烟机分省市场份额.....	8
图表 14	公司燃气灶分省市场份额	9
图表 15	公司收入成本预测	10
图表 16	公司盈利预测汇总表 单位：百万元	11

一、公司概况

1.1 厨房大家电的领导企业

公司产品包括吸油烟机、燃气灶、消毒柜以及小家电，其中吸油烟机、燃气灶和消毒柜收入占比超过 90%。公司吸油烟机连续八年全国销量第一，燃气灶连续八年全国销量前三。“老板”品牌先后入选中国 500 最具价值品牌、亚洲品牌 500 强，是国内厨房家电领域的高端品牌。

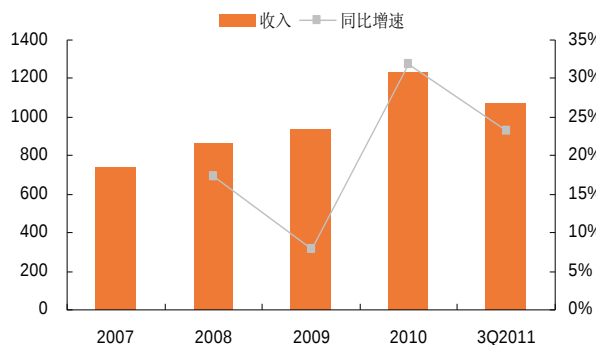
1.2 营收情况

公司 2011 前三季度收入 10.66 亿元,同比增长 23%,归属于母公司净利润 1.23 亿元,同比增长 31%。公司今年收入增速有所回落,一方面原因是给经销商的返点改为直接在出厂价中折让,另一方面原因是一部分代理商转为经销商,开票方式发生了改变,这两部分影响大概为 7000 万,加回这两部分的影响,增速小幅回落。

行业整体景气度有所回落,特别是一二级市场受地产调控影响较大,公司在一二级市场确实也受到了影响,但由于公司整体市场份额还不足 10%,而且在三四级市场以下的渠道覆盖面还较低,公司通过渠道下沉、抢占市场份额的手段,业绩保持了稳定。

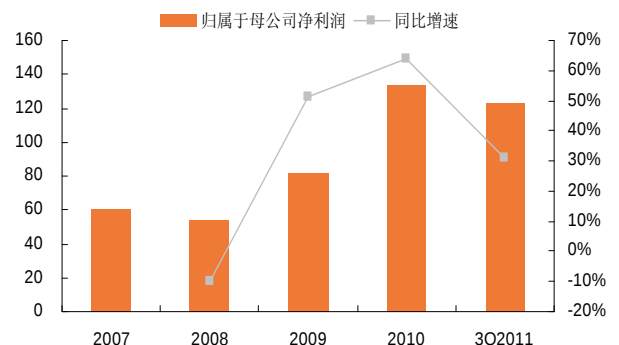
吸油烟机和燃气灶是公司目前的两个主要产品,收入占比达到 85%。中报披露,公司综合毛利率为 51.57%,其中吸油烟机毛利率为 51.03%,燃气灶毛利率为 54.18%,消毒柜毛利率为 48.15%,小家电毛利率为 34.30%。烟灶消的毛利率小幅回落主要与开票方式变化有关,实际盈利能力稳定。

图表1 主营业务收入 单位:百万元



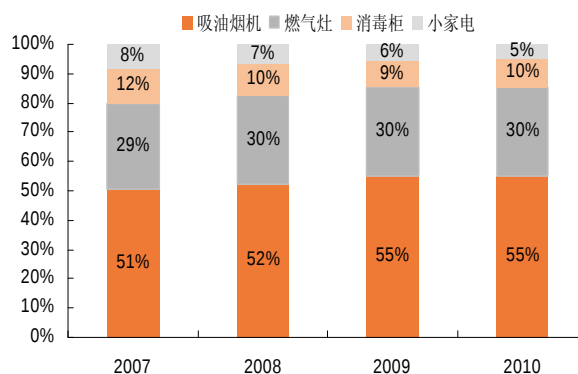
资料来源: 公司资料, 平安证券研究所

图表2 归属于母公司净利润 单位:百万元



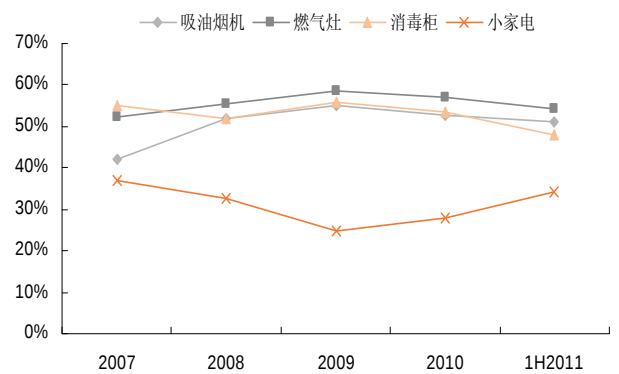
资料来源: 公司资料, 平安证券研究所

图表3 业务构成



资料来源: 公司资料, 平安证券研究所

图表4 毛利率

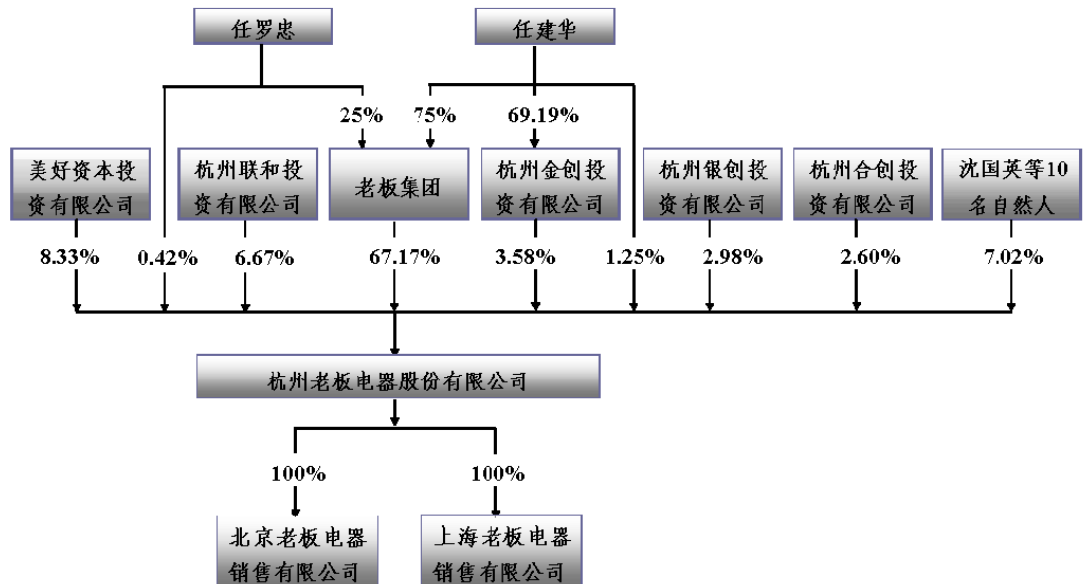


资料来源: 公司资料, 平安证券研究所

1.3 股权结构

公司大股东为老板集团，持有公司 67.17%的股权，实际控制人为任建华，间接持有公司 72%的股权。另外，金创投资、银创投资、合创投资分别由公司高管、部分代理商以及核心中层干部入股组成，从股权角度看，公司的激励体系比较到位。

图表5 上市前公司股权结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

二、 行业稳定，格局分散

2.1 行业稳定增长，地产带来周期波动

在城镇市场，烟灶消产品属于必需品范畴，城镇市场的普及率已经很高，整体增长比较稳定。城镇需求主要来自于更新需求以及房地产销售带来的新增需求。在农村市场，居民习惯于使用传统的灶台，烟灶消的保有量较低，随着人们生活水平的提高，烟灶消产品在农村市场的普及率也会逐步提升。

房地产对厨电产品存在一定周期性的影响。中怡康的数据反应的是一二线城市的销售情况，今年以来吸油烟机和燃气灶的销量同比有所下滑，一二线城市房地产限购的负面影响已经开始体现。

图表6 今年以来，厨房大家电在一二级市场销售放缓

	吸油烟机		燃气灶	
	2010 年	2011 年 1-10 月	2010 年	2011 年 1-10 月
行业零售量	3.37%	-4.73%	2.61%	-3.77%
行业零售额	12.30%	3.76%	10.43%	2.04%

资料来源：中怡康，平安证券研究所

2.2 龙头增长好于行业

在地产的影响下，行业需求存在波动，一些抗风险能力弱的企业正在让出市场份额，帅康和樱花今年下滑的幅度较大，这为竞争力强的龙头企业老板、方太、美的提供了机遇。

图表7 2011年1-10月各品牌吸油烟机的增长情况 单位：万台、百万元

	零售量	同比增速	零售额	同比增速
老板	24	1.3%	724	13.5%
方太	22	-1.4%	750	10.5%
美的	20	18.1%	322	23.5%
华帝	17	-2.2%	401	7.4%
万和	12	-4.1%	137	-0.1%
帅康	10	-24.7%	267	-19.4%
西门子	10	-6.7%	319	-4.6%
海尔	8	-0.9%	169	25.8%
万家乐	8	-5.0%	120	3.7%
樱花	10	-22.5%	190	-15.1%
行业	221	-4.7%	4448	3.8%

资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表8 2011年1-10月各品牌燃气灶的增长情况 单位：万台、百万元

	零售量	同比增速	零售额	同比增速
老板	22	4.6%	394	11.7%
方太	22	1.6%	418	7.2%
美的	26	12.6%	186	14.0%
华帝	23	-9.7%	270	-2.4%
万和	16	-6.1%	105	-4.0%
帅康	10	-24.4%	163	-21.8%
万家乐	12	-2.3%	87	3.6%
西门子	10	-6.7%	220	-0.7%
海尔	8	-4.2%	99	16.0%
康宝	7	-5.9%	43	-9.7%
行业	247	-3.8%	2710	2.0%

资料来源：中怡康，平安证券研究所

2.3 行业竞争格局

厨电行业的集中度低，公司作为业内规模最大的企业之一，市场份额也不足 10%，厨电龙头未来市场份额的提升空间是比较大的。

厨电行业不同于其他家电行业，公司的主要竞争对手均是国内企业，外资企业并不占优势，主要原因在于中国传统的烹饪习惯与国外差别较大，大部分外资企业的产品在设计和功能上难以满足国内烹饪习惯的要求。目前，进入国内厨电市场占有率前十的外资企业仅有西门子一家。

国内企业目前分为两类，一类是以老板、方太为代表的专业厨电企业，另一类是以美的、海尔为代表的综合家电企业。目前，综合家电企业的产品定位低于专业厨电企业，体现出消费者更加认同“专注”的企业。

公司、方太以及西门子三家企业目前定位高端，但西门子主要优势在于精装修市场，零售业务不强，零售市场的高端领域主要由公司以及方太两家企业垄断。在这种格局下，高端领域的产品均价有望稳步提升。

图表9 2011年1-10月各品牌吸油烟机市场份额及销售均价 单位：元

	零售额	零售量	均价
老板	16.3%	10.8%	3037
方太	16.9%	10.1%	3367
美的	7.2%	9.1%	1609
华帝	9.0%	7.9%	2308
万和	3.1%	5.5%	1129
帅康	6.0%	4.6%	2644
西门子	7.2%	4.5%	3214
樱花	4.3%	4.4%	1976
万家乐	2.7%	3.8%	1422
海尔	3.8%	3.7%	2048

资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表10 2011年1-10月各品牌燃气灶市场份额及销售均价 单位：元

	销售额	销售量	均价
美的	6.9%	10.5%	719
华帝	10.0%	9.2%	1193
老板	14.5%	9.1%	1760
方太	15.4%	8.7%	1942
万和	3.9%	6.6%	652
万家乐	3.2%	5.0%	701
西门子	8.1%	4.2%	2108
帅康	6.0%	4.1%	1610
海尔	3.6%	3.3%	1213
康宝	1.6%	3.0%	581

资料来源：中怡康，平安证券研究所

三、 市场份额提升是公司增长来源

今年以来，公司凭借市场份额的提升保证了业绩稳定，体现了一定的抗周期性。

3.1 行业具有较大的整合空间

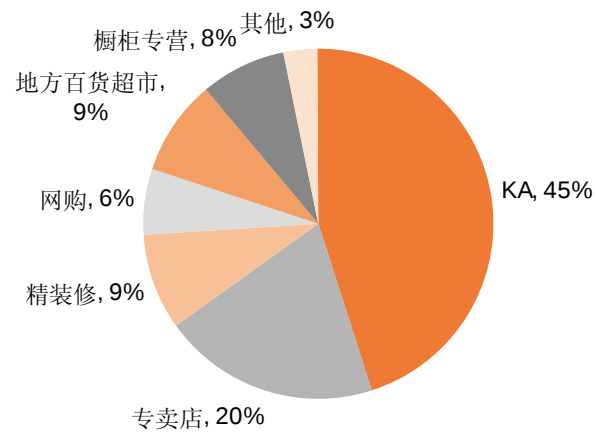
综合各家机构的统计数据可以看出，厨电行业的年销量已经有上千万台的规模，公司作为业内最大的企业，目前吸油烟机和燃气灶的销量规模仅为 70 万台左右，市场份额不到 10%，而成熟产品空调、冰箱、洗衣机龙头企业的份额一般都能达到 20%–30%。

3.2 提升渠道的深度和广度

公司目前的渠道主要由 42 个代理商、15 个经销商、上海和北京两家销售子公司组成。公司销售网络的深度、广度和大家电龙头存在差距，公司目前在国内拥有终端网点 7000 个，而大家电龙头的终端网点能达到 20000–30000 个，公司的网点数还有较大的提升空间。公司 45%收入来自于 KA 渠道，而大家电一般只有 30%，有些企业甚至只有百分之十几，公司对连锁的依赖度高意味着渠道深度不够。公司 51%收入来自于华东地区，其他地区的收入占比较低，区域发展不平衡。

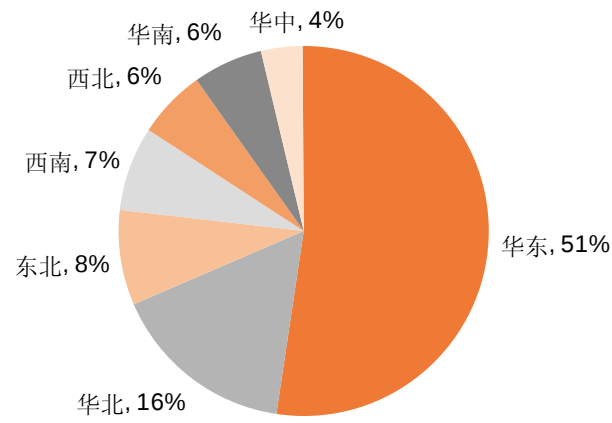
公司的渠道布局还有巨大的潜力可以挖掘。未来，公司一方面继续提升在大连锁的进店率，跟随大连锁在全国的扩张步伐；同时，公司要提升渠道的深度广度，继续加大专卖店的开设力度，今年公司的专卖店数量可以达到 1200 家，明年新增 300–400 家；另外，公司继续开拓新兴的销售渠道，今年精装修收入占比已经达到 9%，网购渠道收入占比达到 6%，这两个渠道明年的收入都有望翻番。

图表11 公司收入的渠道分布



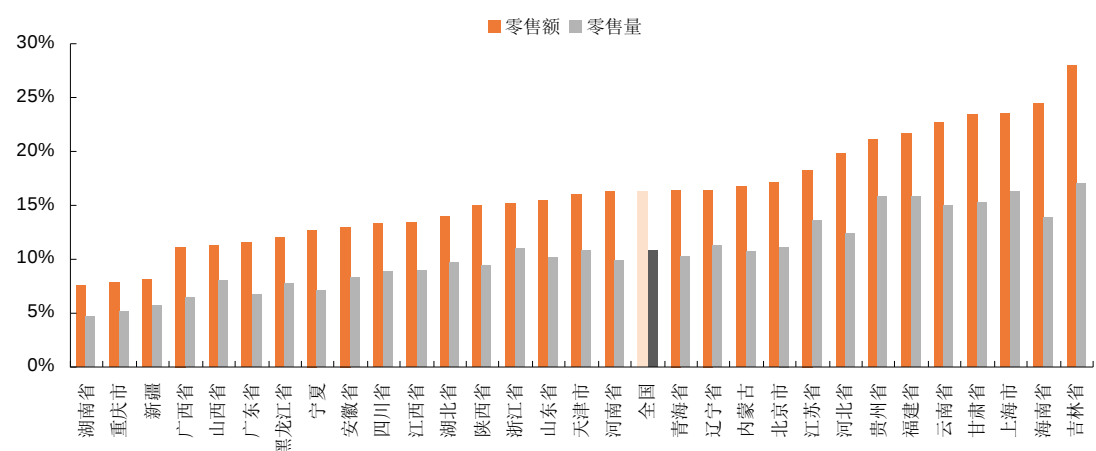
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表12 公司收入的区域分布



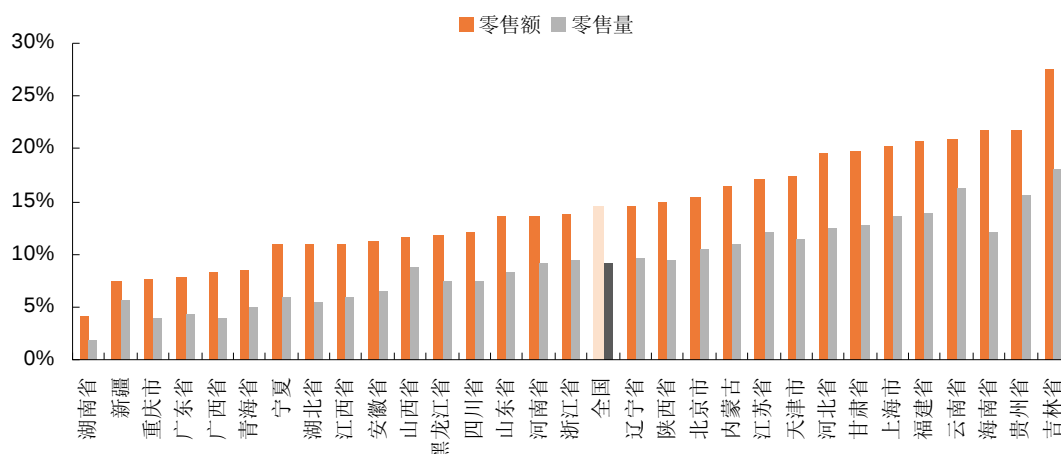
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表13 公司吸油烟机分省市场份额



资料来源：中怡康，平安证券研究所

图表14 公司燃气灶分省市场份额



资料来源：中怡康，平安证券研究所

3.3 推出第二品牌，开拓中低端市场

“老板”品牌目前定位高端，整体均价高，公司和方太两家企业在高端市场形成双寡头垄断，格局已经稳定，而公司在中低端市场基本没有覆盖。长远看，中低端市场可以给企业带来更大的发展空间，一方面，随着渠道下沉，中低端的需求会持续释放，另一方面，行业整合空间主要集中在中低端市场。公司打造第二品牌，开拓中低端市场是做大规模的必由之路。

公司自建的中低端品牌“名气”目前已经运营一段时间，今年预计能有 4000 万的收入，占比 3%，明年公司将加大“名气”品牌的广告力度，发力中低端市场。

公司为了防止低端品牌影响高端品牌的销售，把“名气”的管理团队、品牌、经销商等都与老板独立开来。“老板”目前的均价是“名气”的两倍，两个品牌的价格差距拉得比较大。“名气”不进 KA，目前只在专卖店、小型的地方百货销售，以后会进入一些大型的地方百货。

“名气”的竞争对手是美的、万和，竞争的焦点将集中在成本控制，公司在规模上具备优势，运营中低端品牌的经验也在不断丰富中，未来的发展值得期待。

公司目前拥有 10 亿现金，不排除在行业低谷时期并购一些中低端标的的可能性，可以减少品牌培育的时间。

四、业绩预测

4.1 收入成本预测

图表15 公司收入成本预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
吸油烟机						
销售额增长%	21.70%	13.80%	28.69%	21.00%	22.00%	25.00%
销售额（百万元）	446.63	508.28	654.10	791.46	965.58	1206.97
成本（百万元）	214.16	228.52	308.69	379.90	453.82	569.69
毛利率%	52.05%	55.04%	52.81%	52.00%	53.00%	52.80%
燃气灶						
销售额增长%	22.34%	7.29%	30.28%	21.00%	22.00%	25.00%
销售额（百万元）	258.90	277.78	361.89	437.89	534.22	667.78
成本（百万元）	115.05	114.69	155.09	192.67	229.72	288.48
毛利率%	55.56%	58.71%	57.14%	56.00%	57.00%	56.80%
消毒柜						
销售额增长%	2.35%	-4.08%	35.64%	40.00%	35.00%	30.00%
销售额（百万元）	87.45	83.88	113.77	159.28	215.03	279.54
成本（百万元）	41.96	36.92	53.00	79.64	105.37	137.54
毛利率%	52.02%	55.98%	53.42%	50.00%	51.00%	50.80%
小家电						
销售额增长%	0.55%	-13.51%	12.20%	50.00%	50.00%	40.00%
销售额（百万元）	59.69	51.62	57.92	86.88	130.32	182.44
成本（百万元）	40.29	38.84	41.67	57.34	86.01	120.41
毛利率%	32.50%	24.75%	28.05%	34.00%	34.00%	34.00%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.2 盈利预测汇总

预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.67 元、0.86 元、1.07 元，对应前日收盘价 PE 为 23 倍、18 倍、14 倍，厨房大家电行业具备整合空间，维持对公司的“推荐”评级。

图表16 公司盈利预测汇总表 单位：百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	934	1232	1519	1889	2381
营业成本	420	559	732	897	1138
营业税金及附加	11	12	15	19	24
营业费用	346	421	479	593	745
管理费用	64	90	106	130	162
财务费用	-1	-3	-5	-5	-5
资产减值损失	0	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	94	152	193	254	317
营业外收入	1	4	9	6	6
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	94	156	201	260	322
所得税	12	22	30	39	48
净利润	82	134	171	221	274
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	82	134	171	221	274
EBITDA	102	159	206	290	367
EPS（元）	0.32	0.52	0.67	0.86	1.07

资料来源：公司资料、平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
流动资产	1547	1581	1702	2086					
现金	1075	973	952	1138					
应收账款	86	111	139	175					
其他应收款	3	5	6	7					
预付账款	13	17	20	26					
存货	246	322	395	501					
其他流动资产	125	154	191	241					
非流动资产	137	288	465	458					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	73	226	402	396					
无形资产	37	60	60	60					
其他非流动资产	28	2	2	2					
资产总计	1684	1870	2167	2545					
流动负债	313	375	452	556					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	132	173	212	269					
其他流动负债	181	203	240	287					
非流动负债	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	313	375	452	556					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	160	256	256	256					
资本公积	1065	969	969	969					
留存收益	146	269	490	764					
归属母公司股东权益	1371	1494	1715	1989					
负债和股东权益	1684	1870	2167	2545					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	116	110	191	230					
净利润	134	171	221	274					
折旧摊销	10	18	41	56					
财务费用	-3	-5	-5	-5					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-23	-69	-66	-94					
其他经营现金流	-2	-5	0	0					
投资活动现金流	-37	-169	-217	-50					
资本支出	38	145	217	50					
长期投资	0	-0	0	0					
其他投资现金流	1	-24	0	0					
筹资活动现金流	820	-43	5	5					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	40	96	0	0					
资本公积增加	863	-96	0	0					
其他筹资现金流	-83	-43	5	5					
现金净增加额	899	-102	-21	186					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
营业收入	1232	1519	1889	2381					
营业成本	559	732	897	1138					
营业税金及附加	12	15	19	24					
营业费用	421	479	593	745					
管理费用	90	106	130	162					
财务费用	-3	-5	-5	-5					
资产减值损失	-0	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	152	193	254	317					
营业外收入	4	9	6	6					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	156	201	260	322					
所得税	22	30	39	48					
净利润	134	171	221	274					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	134	171	221	274					
EBITDA	159	206	290	367					
EPS (元)	0.84	0.67	0.86	1.07					

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	31.8%	23.4%	24.3%	26.0%
营业利润	61.9%	26.4%	31.8%	24.6%
归属于母公司净利润	64.2%	27.4%	29.0%	24.1%
获利能力				
毛利率(%)	54.6%	51.9%	52.5%	52.2%
净利率(%)	10.9%	11.3%	11.7%	11.5%
ROE(%)	9.8%	11.5%	12.9%	13.8%
ROIC(%)	43.6%	30.7%	27.8%	31.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	18.6%	20.1%	20.8%	21.9%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.94	4.21	3.77	3.75
速动比率	4.15	3.35	2.89	2.85
营运能力				
总资产周转率	1.06	0.86	0.94	1.01
应收账款周转率	14	15	15	15
应付账款周转率	4.71	4.80	4.66	4.73
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.67	0.86	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.43	0.75	0.90
每股净资产(最新摊薄)	5.36	5.84	6.70	7.77
估值比率				
P/E	29.14	22.88	17.73	14.29
P/B	2.85	2.62	2.28	1.97
EV/EBITDA	18	14	10	8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338